

„Krisen bieten exzellente Kaufgelegenheiten“

Freitag, 10. Oktober 2008



Cindy Sweeting im Gespräch

Ein Templeton-Manager wäre kein Templeton-Manager, wenn er nicht bei fallenden Kursen glänzende Augen bekäme. Das ist bei Cindy Sweeting, Lenkerin des Templeton Growth Fund, nicht anders. Ein baldiges Ende der Finanzkrise sieht sie allerdings nicht.

Frau Sweeting, die Märkte sind nach der Lehman-Pleite und der AIG-Beinahekatastrophe in Aufruhr, und noch vor der Verschärfung der jüngsten Finanzkrise haben die im S&P 500 notierten Unternehmen im zweiten Quartal einen Gewinnrückgang von 22 Prozent verzeichnet. Wohin geht der Markt?

Grundsätzlich haben Anleger mit zwei Unsicherheitsfaktoren zu kämpfen. Über allem steht im Moment die Kreditkrise, die die Stabilität der Märkte und auch das Wirtschaftswachstum in den USA und Europa bedroht. Auf der anderen Seite drücken die Inflation und die hohen Rohstoffpreise auf die Stimmung. Besondere Sorgen bereitet mir das dramatische Zurückfahren der Fremdkapitalquoten quer über das gesamte Finanzsystem. Es ist schwer zu sagen, wie lange dieses sogenannte Deleveraging noch anhalten wird. Ich vermute allerdings, dass uns die hohe Volatilität an den Märkten noch bis weit ins Jahr 2009 begleiten wird.

Der Abbau der hohen Fremdkapitalquoten wird als sehr problematisch angesehen, auch weil die Folgen des massiven Einsatzes von Derivaten nicht absehbar sind. Wie ernst schätzen Sie die Lage ein, wenn jetzt die intransparenten Verflechtungen an den Kapitalmärkten abrupt abgebaut und unterbrochen werden?

In den vergangenen fünf, sechs Jahren ist ein sehr gefährlicher Teufelskreis an den Märkten entstanden. Es fing mit dem Platzen der Internetblase an. Die US-Notenbank hatte die Zinsen sehr aggressiv gesenkt und für sehr lange Zeit niedrig gehalten. Das hat die massive Aufnahme von Fremdkapital begünstigt. Alle Asset-Preise waren in einer Aufwärtsbewegung: Aktien, Immobilien, Rohstoffe. Je stärker die Preise stiegen, desto mehr Fremdkapital haben Banken und Finanzinstitute eingesetzt. Der Hebel lag auf dem Höhepunkt der liquiditätsgetriebenen Hausse nach unserer Einschätzung beim Zehnfachen des globalen Bruttoinlandsprodukts! Und genau diese immense Kraft arbeitet jetzt aber gegen diejenigen, die die Risikopositionen aufgemacht haben. Alle reden von der US-Immobilienkrise, der sogenannten Subprime-Krise. Das war aber nur der Katalysator, der viel ins Rollen gebracht hat. Das Problem ist heute viel größer. Da jetzt die Asset-Preise fallen, sind die Banken alle gezwungen, ihre Risikopositionen abzubauen. Wenn das nur eine Bank tut und mehr Eigenkapital aufbaut, dann gilt das als gutes Zeichen, weil sie ja damit ihr Haus in Ordnung bringt. Wenn aber 1.000 Banken das gleichzeitig tun, dann steht das System vor einer Zerreißprobe. So, wie es heute der Fall ist.

In Baissezeiten heißt es oft: „Diese Krise ist einzigartig!“ Sollte man die Entschuldigungen derer, die auf dem falschen Fuß erwischt wurden, heute vielleicht doch für bare Münze nehmen? Hat die Bedrohung des globalen Finanzsystems eine andere Qualität als frühere Krisen?

An den Finanzmärkten wütet erfahrungsgemäß alle fünf bis sieben Jahre eine wie auch

immer geartete Krise. Und die meisten dieser Krisen haben ihren Ausgang von der Finanzindustrie genommen, deren Geschäftsmodelle nun einmal auf der Aufnahme von Fremdkapital basieren. In guten Zeiten werden viele unvorsichtig, und irgendwann setzt die Abwärtsspirale ein. So weit das bekannte Muster. Der Grund, warum es dieses Mal wirklich ernster sein könnte, ist, dass der eingesetzte Fremdkapitalhebel immens hoch ist. Der Einsatz von Derivaten ist auf diesem Maßstab bisher einmalig, das hat die Krise immens verschärft. Auch die US-Regierung und die Aufsichtsbehörden haben diese systemischen Risiken erkannt und gehandelt. Das Funktionieren des Finanzsystems hängt vom Vertrauen zwischen den Akteuren als Counterparties ab, und wenn an einer Stelle ein Glied in der Kette bricht, ist das systemische Risiko sehr groß.

Die Welt steht also vor dem Abgrund?

Das Ende der Welt wurde schon oft in Krisenzeiten beschworen, aber davon gehe ich nicht aus. Es ist allerdings schwierig zu prognostizieren, wie lange es dauern wird, bis das globale Finanzsystem wieder ins Lot kommt. Es könnte durchaus noch zu weiteren Bankpleiten in den USA, Großbritannien oder Spanien kommen. Was mich ein wenig beruhigt, ist die Bereitschaft der Zentralbanken und Regierungen zu handeln. Sie haben das Risiko erkannt, dass in solchen systemischen Risiken steckt. Es gibt Banken, die so groß sind, dass sie nicht untergehen dürfen. Wobei das natürlich nicht ausschließt, dass Aktionäre dieser Häuser in Einzelfällen hohe Einbußen, bis hin zum Totalverlust, erleiden können.

Wie handeln Sie in dieser Situation als Investor?

Jede der bisherigen Krisen war im Rückblick eine exzellente Kaufgelegenheit. Der langfristige Trend an den Aktienmärkten ist positiv – weil Aktienkurse das Wirtschaftswachstum widerspiegeln. Krisen sind die Zeiten, in denen der Pessimismus am größten ist, und dann wollen alle nur noch aus den Märkten raus. Die ganze Erfolgsgeschichte des Templeton Growth Fund besteht darin, in Zeiten dieses extremen Pessimismus qualitativ hochwertige Unternehmen zu günstigen Preisen zu kaufen. Das funktioniert nur, wenn man versteht, was gute Geschäftsmodelle ausmacht und wer die Kraft hat, Krisen zu überstehen.

Sie halten sich fern von Hypes und engagieren sich nicht in überhitzten Marktsegmenten. 2007 waren Sie nicht in China, Indien, Rohstoffen und auch weniger in Nebenwerten engagiert. Diese Wetten sind in diesem Jahr aufgegangen. In der Performance des Templeton Growth Fund hat sich das nicht widerspiegelt – Sie haben genauso viel oder mehr verloren als viele Mitbewerber und der MSCI-Welt-Index. Warum?

Die Übertreibungsphase in diesen Märkten ist erst weit in diesem Jahr zum Ende gekommen – der Ölpreis hat erst vor drei Monaten bei 147 US-Dollar pro Barrel seinen Höchststand erreicht, das Gleiche gilt für viele andere Rohstoffe, die ihre Höchstkurse in den ersten vier, fünf Monaten dieses Jahres erreicht haben. Es dauert eine Weile, bis Trends brechen. Wir haben diese Bruchstelle bei Rohstoff- und Energiepreisen und auch zyklischen Werten jetzt erreicht. Nicht dabei gewesen zu sein, hat uns bis weit in dieses Jahr weh getan. Wir glauben aber, dass wir den Templeton Growth Fund jetzt sehr gut aufgestellt haben. Allerdings dürfen Sie nicht vergessen, dass wir uns in einem Bärenmarkt befinden. In einer Situation, die von Panik geprägt ist, sind es die sehr liquiden Assets, die als Erstes verkauft werden. Bei Aktien sind es oft die Qualitätstitel, die die besten Preise bringen, also werden auch diese verkauft!

Dass der Templeton Growth Fund aber auch in Bärenmarkt-Phasen so viel verliert, dürfte für viele neu sein. Viele Anleger nehmen es hin, dass Sie in guten Marktphasen Peer-Groups und Indizes hinterherhinken. Dass Sie aber auch in einer Baisse schlechter abschneiden als der Markt, dürfte eine schmerzliche Erfahrung für viele sein.

Wenn Sie in der Historie zurückgehen, können Sie nicht den Schluss ziehen, dass wir in Haussephasen stets dem Index hinterherhinken und dafür in der Baisse immer besser sind. Das hängt von der konkreten Situation ab. Wir haben unseren Anlegern in vielen Fällen auch in freundlichen Marktphasen Zusatzerträge erwirtschaftet. Wir schneiden in der Regel allerdings schlechter ab in Phasen mit einem hohen Momentum nach oben. In dieser Zeit haben es Substanzwerte in der Regel schwer. Interessanterweise ist unsere Underperformance in jüngster Zeit deutlich geringer als in früheren Marktphasen. John

Templeton hatte 1985 bis 1987 in der Japan-Hausse nach drei Jahren eine Underperformance von 43 Prozent! 1998 schnitt der Fonds unter Mark Holowesko mit minus zwei Prozent ab, während der MSCI-Index ein Plus von 26 Prozent aufwies. Damit will ich natürlich nicht sagen, dass wir gerne hinter dem Index liegen. Das ist auch für uns eine schmerzhaft Erfahrung. Aber das ist normal, wenn Sie diszipliniert vorgehen und ihrem Ansatz treu bleiben. Unser Value-Ansatz hält uns fern von Trendmärkten und Trendthemen.

Der Ruf von Value-Investments hat zuletzt gelitten. In den vergangenen Jahren sind viele Fonds mit sehr kruden Strategien auf den Markt gekommen, die sich nur auf wenige Kennzahlen, wie niedrige Kurs-Gewinn-Verhältnisse und hohe Dividendenrenditen, konzentrieren und denen ein Value-Label verpasst wurde. Gekauft haben diese Fonds vor allem vermeintlich günstige Bankaktien mit hohen Ausschüttungsquoten ...

Ich finde, dass die unter Analysten und Consultants übliche Trennung zwischen Wachstums- und Substanzwerten künstlich ist. Im Wesentlichen werden auf der einen Seite Aktien mit niedrigen Bewertungen mit dem Stempel „Value“ versehen, Aktien mit hohen Bewertungen sind dann „Growth“. Wir bei Templeton haben eine viel realistischere, weil pragmatische Definition, was Substanz ausmacht. Value heißt für uns, dass eine Aktie vom Markt fehlbewertet wird. Der Wert eines Unternehmens und seine Fähigkeit, Gewinne und Cashflows zu generieren, wird vom Markt unterschätzt. Insofern kann jede Aktie eine Value-Aktie sein. Bis vor kurzem hatten Bankaktien in vielen Value-Indizes einen Anteil von über einem Drittel, aber wir sind seit geraumer Zeit in Finanzaktien deutlich untergewichtet. Wir konnten auf dem Höhepunkt des Zyklus nicht erkennen, wie die Banken das positive Gewinnmomentum auf Sicht von fünf Jahren beibehalten sollten. Wir konnten da keine Substanz erkennen!

Sind Sie vor drei, vier Jahren in großem Stil bei Google eingestiegen?

Nein.

War das nicht ein Fehler? Viele Fondsmanager sagen im Nachhinein, dass sie einen Riesenfehler gemacht und Google nicht bei einem KGV von 100 gekauft haben. Wie man hört, sind Fidelity und Capital International seinerzeit in großem Stil dabei gewesen ... Wir waren nicht dabei, und – Sie haben es ja selbst angedeutet – wir befinden uns offenbar in guter Gesellschaft. Wenn ich mich zurückerinnere, waren wir bei Google skeptisch, dass die Ertragsentwicklung mit dem Umsatzwachstum würde Schritt halten können, es gab für uns seinerzeit andere, offensichtlichere Fälle von Unterbewertung.

Ein Fehler?

Wissen Sie, wir haben nicht den Anspruch, jede Value-Wette zu antizipieren, schließlich sind wir Fondsmanager und haben keine Glaskugel. Auch Fondsmanager wie Bill Miller waren bei Google dabei und haben dafür andere Calls nicht gemacht. Es ist auch oft so, dass sich Value-Werte dadurch auszeichnen, dass der Markt ihnen wenig Potenzial zutraut. Wenn Analysten und Anleger Riesenhoffnungen und -erwartungen an eine Aktie haben, ist das oft kein gutes Zeichen.

Wenn ich mir Ihre Top-Wetten anschau, dann sehe ich dort eher Aktien wie Microsoft als Google. Gilt bei Ihnen das Motto: lieber Unternehmen kaufen, die solide und kontinuierlich wachsen, als auf Newcomer zu setzen?

Microsoft ist ein gutes Beispiel. Die Erwartungen an Microsoft sind heute sehr niedrig. Die Aktie wurde massiv von den Analysten heruntergestuft, und sie hat so gut wie überhaupt nicht an der Aktienhausse der letzten Jahre teilgenommen. Insofern wird das nicht von allen als sicherer Call wahrgenommen. Wir haben in substanziellem Maße das letzte Mal Mitte der 80er Jahre in Microsoft investiert. Erst jetzt war die Aktie günstig genug für uns, um einzusteigen.

Können Sie auf einen Nenner bringen, was für Sie in der heutigen Zeit kaufenswert ist?

Allgemein gesprochen, sehe ich heute viel Potenzial in großkapitalisierten Unternehmen mit starken Brands, einem global gut funktionierenden Geschäftsmodell, exzellenter

Bilanzqualität, kombiniert mit einem sehr günstigen Preis: Das hat uns auch wieder zu Unternehmen wie Microsoft geführt. Sie werden bei uns unter den Top Ten auch Pharmatitel wie Amgen und Glaxo finden. Das letzte Mal, dass wir substantiell in den Bereichen Pharma und Health-Care engagiert waren, war im Jahr 1993. Heute kaufen wir für den Templeton Growth Fund wieder Titel, um die wir lange Zeit einen Bogen gemacht haben.

Sie setzen auch auf Werte wie Microsoft, Siemens und Oracle. Sind das Wetten, mit denen Sie zufrieden sind?

Microsoft hat in diesem Jahr deutlich nachgegeben. Die Diskussion um die Übernahme von Yahoo hat dem Kurs nicht gut getan. Oracle dagegen hat sich gut gehalten. Siemens ist in einer Restrukturierungssituation. Und Restrukturierungen brauchen immer Zeit. Das wussten wir, als wir eingestiegen sind, und wir rechnen damit, dass der Turn-around drei bis fünf Jahre dauern kann.

Ganz an Banken und Finanztiteln sind Sie aber in diesem Jahr nicht vorbeigekommen.

Bei Finanzaktien sind wir sehr selektiv vorgegangen. Wir haben US-Banken und auch die Investmentbanken ganz gemieden. Wir hatten aber Aktien wie UBS und Royal Bank of Scotland und auch Versicherer wie AIG. Da wir aber im Finanzsektor deutlich untergewichtet sind, hat sich der Schaden in Grenzen gehalten. Aber in dem Maße, in dem Finanzaktien an der Börse abgestraft werden, werden sie wieder potenziell interessant. Aber wir sagen nicht: „Wir haben eine Krise, jetzt kaufen wir defensive Titel.“ So einen Top-down-Ansatz gibt es bei uns nicht. Wichtig ist für uns die Frage: Was ist das Unternehmen beziehungsweise sein Geschäftsmodell in fünf Jahren wert? Wenn die Aktie dann günstig bewertet ist, dann haben wir auch einen Puffer in schweren Börsenzeiten, abgesehen von dem Potenzial, das solche Aktien langfristig bieten. Wir versuchen nicht den Markt zu timen und zu antizipieren, wann die Finanzkrise zu Ende ist. Es geht uns um einzelne Unternehmen.

Bei Finanztiteln fällt auf, dass Sie jüngst in die indische Bank ICICI investiert haben. Ist das ein Call auf diese spezielle Bank, oder hatten Sie da auch das Thema Emerging Markets im Sinn?

ICICI haben wir mit einer sehr kleinen Position gekauft. Die Bank ist stark im Privatkundensektor in Indien engagiert. Emerging Markets wie China oder Indien werden zyklische Schwankungen erleben, aber die langfristige Wachstumsgeschichte ist intakt. ICICI ist sehr gut positioniert und sehr gut kapitalisiert und deshalb für uns langfristig attraktiv, wenn der Preis stimmt. Insofern ist es natürlich für uns in erster Linie eine Banken-Story. Aber natürlich ist auch das Umfeld des indischen Marktes wichtig, und das sieht für die nächsten fünf bis zehn Jahre sehr aussichtsreich aus.

Sie waren vor Ihrer Funktion als Fondsmanagerin des Templeton Growth Fund verantwortlich für das Aktien-Research. Rückblickend betrachtet: Ist diese leitende Research-Position bei Templeton wichtiger als die Funktion des Fondsmanagers?

Wir sind natürlich ein Research-getriebenes Haus und bauen unsere Portfolios bottom-up auf, also von Einzelaktie zu Einzelaktie. Der Erfolg unseres Ansatzes steht und fällt mit den Empfehlungen aus dem Research. Insofern ist es richtig, dass die Analysten bei uns eine sehr wichtige Funktion haben, zumal wir eine teamorientierte Kultur pflegen und es bei uns keinen Starkult um Fondsmanager gibt. Es ist aber nicht so, dass der Analyst wichtiger wäre als der Fondsmanager ...

... wobei die Analysten bei Templeton eine Kernliste von Aktien zusammenstellen, aus der sich der Fondsmanager dann zu bedienen hat ...

Es gibt auch für die Analysten einen sehr klaren Rahmen, innerhalb dessen sie sich bewegen. Es gibt aber keine strikte Trennung zwischen Fondsmanagern und Analysten bei Templeton, schon allein deshalb nicht, weil die meisten Analysten auch Portfolios managen. Andere Asset Manager gehen anders vor und weisen Analysten und Fondsmanagern strikt getrennte Funktionen zu. Bei uns ist der Prozess viel interaktiver angelegt. In Zahlen ausgedrückt: Von unseren 35 Analysten haben 26 Portfolioverantwortung.

Bisher haben wir darüber gesprochen, dass der Anlageprozess bei Templeton sehr langfristig ist und über einen Zyklus von fünf Jahren zu messen ist. Allerdings hat der Templeton Growth Fund in den vergangenen fünf Jahren deutlich weniger gebracht als der breite Markt. Sie sind als Fondsmanagerin geduldig, aber wie geduldig müssen Ihre Anleger sein?

Nicht nur unser Investmenthorizont als Fondsmanager ist auf fünf Jahre angelegt, wir haben auch den Anspruch, in rollierenden Fünfjahresperioden die Markt-Performance zu übertreffen. Dass diese Bilanz heute so nicht aufgegangen ist, hat viel mit der Entwicklung im Jahr 2007 zu tun. Dieses eine Jahr hat uns die Fünfjahresbilanz verhagelt. Allerdings haben Euroinvestoren auch unter der Dollarschwäche gelitten, die Währungseffekte verzerren also das Bild bei der Eurotranche des Templeton Growth Fund. Die beiden vergangenen Jahre waren aber auch insofern bemerkenswert, als Energie und andere Rohstoffe die Haupttreiber der Aktienkurse waren. Wir haben uns aufgrund der hohen Bewertung von Energie- und Rohstoffaktien frühzeitig aus diesen Segmenten verabschiedet. Und da komme ich wieder auf die Historie zurück: Auch in den Jahren 1998 bis 2000 haben etliche Investoren die Geduld mit uns verloren und ihr Geld abgezogen. Aber das war rückblickend betrachtet der falsche Zeitpunkt, weil wir in den fünf Jahren danach eine sehr gute Outperformance hingelegt haben.

Ist die ganze Diskussion um Outperformance nicht im Endeffekt kontraproduktiv für aktive Fondsmanager wie Sie? Sie müssen sich ständig rechtfertigen, warum Sie in gewissen Zeiten hinter dem Index herhinken. Sollten Sie nicht vielmehr über Risikoprämien sprechen, um die Erwartungen der Anleger zu dämpfen?

Wenn Sie als Asset Manager wie wir eine Value-Philosophie und einen sehr Research-getriebenen Investmentansatz haben, die sich über lange Zeiträume bewährt haben, gibt es nichts mit Blick auf Risikoprämien zu relativieren, das kann für sich stehen. Es ist sehr schwer, eine Value-Strategie konstant und diszipliniert durchzuhalten, weil Sie sich vollständig von den Emotionen im Markt lösen müssen. Sie dürfen sich auch nicht von Trends, Momentumfaktoren und anderen „Nebengeräuschen“ beeinflussen lassen. Wir wissen, dass wir mit unserem guten Research den wahren Wert eines Unternehmens korrekt einschätzen können, und wenn wir Aktien dann zu einem günstigen Kurs kaufen, werden wir langfristig den Markt schlagen, und das hat unsere Performance-Historie auch bestätigt. Für einige Investoren mag das Argument schlagend sein, dass es bei Aktieninvestments nur um Risikoprämien geht, die sie auch günstig und diversifiziert über Beta-Exposures bekommen können. Allerdings muss ihnen dann auch bewusst sein, dass sie bei marktkapitalisierungsgewichteten Indizes immer die gerade populären Themen spielen. Eine Zeit lang kann das gutgehen, aber wir reden hier nicht über theoretische Fragen, sondern darüber, wie die breite Masse der Anleger langfristig für ihr Alter risikooptimiert vorsorgen kann.

In den vergangenen zehn Jahren kamen fünf der zehn besten international investierenden Aktienfonds in Deutschland von deutschen Investmentboutiquen. Diese Fonds zeichnen sich durch große Flexibilität aus, sie bauen Cash auf, agieren sehr flexibel, fahren teilweise opportunistische Strategien. Gerät ein Anbieter wie Templeton da nicht in die Defensive mit einem Ansatz, den Kritiker als zu wenig pragmatisch und unflexibel bezeichnen?

Nun, wir sollten schauen, wo diese flexiblen deutschen Vermögensverwalter in zehn Jahren in den Rankings stehen, das könnte ein sehr interessantes Bild ergeben! Es ist extrem schwierig, als Fondsmanager kontinuierlich ein erfolgreiches Market Timing zu betreiben und immer die richtigen Trends im richtigen Moment zu erwischen und gleichzeitig erfolgreich in Cash zu allokalieren. Vielleicht gibt es ja solche Investoren, aber ich bin da skeptisch.

Das Interview führten Heike Gorres und Ali Masarwah